



EconomicWatch

01 de febrero 2008

Mensajes claves del Informe Trimestral de Inflación de Banxico

- Banco de México (Banxico) revisa a la baja su rango estimado de crecimiento (de 3.25-3.75% a 2.75-3.25%) ante un entorno internacional más adverso (con crecimiento para EEUU de 2%); pero señala relativa fortaleza del mercado interno.
- La trayectoria para inflación se mantiene ante persistencia de incertidumbre en alimentos y IETU: alzas inflacionarias en el primer semestre que cederán paulatinamente en la segunda parte del año.
- Banxico no percibe presiones generalizadas en la inflación, lo cual refleja que la demanda agregada no está tendiendo una incidencia importante en la reciente dinámica de los precios.
- Banxico señala que el entorno económico para la política monetaria es complejo. En nuestra opinión, el balance de riesgos económicos se ha deteriorado ante perspectivas menos benignas para la actividad económica, y al mantenerse los riesgos elevados sobre la inflación.

Balance del cuarto trimestre: desaceleración de la actividad y presiones inflacionarias localizadas

En su Informe de Inflación para el último trimestre del año, Banxico destacó las señales de un contexto económico externo más adverso, de relativa fortaleza de la demanda interna y de presiones inflacionarias concentradas en alimentos procesados por factores internacionales. En particular, resaltó que en dicho trimestre la perspectiva económica mundial se tornó más incierta y revisó a la baja (-50 pp) su estimado de crecimiento para 2008 y lo situó en un rango entre 2.75-3.25%. A pesar de ello, mantuvo su perfil de inflación para 2008-2009 al prevalecer fuentes de incertidumbre.

En lo que respecta al **contexto externo**, Banxico señala que después de un robusto crecimiento en EEUU en el 3T07 —apoyado en consumo, inversión no residencial y exportaciones netas—, la desaceleración en el 4T fue considerable ante la prolongación en el ajuste inmobiliario en esa economía y menor ímpetu en el consumo privado. De igual forma, Banxico hace mención del repunte de la volatilidad financiera generada por las hipotecas de alto riesgo (subprime) en EEUU y la mayor probabilidad de una recesión en ese país. Con ello, se espera una desaceleración en la economía global para 2008 lo cual debería contribuir a aliviar las presiones inflacionarias internacionales conforme avance el año.

En este sentido, Banxico señala que a pesar de que los riesgos en el crecimiento global son a la baja, los riesgos inflacionarios internacionales siguen al alza. En particular destaca que las presiones en inflación en

Octavio Gutiérrez Engelmann
o.gutierrez3@bbva.bancomer.com

Ociel Hernández
o.hernandez@bbva.bancomer.com

Evolución de Estimados de Banxico para 2008

	Oct-07	Ene-08
Crecimiento PIB México (var. % anual)	3.25 - 3.75	2.75 - 3.25
Inflación (% , prom. 4T08)	3.75 - 4.25	3.75 - 4.25
Empleo (miles de asegurados IMSS)	700	620
Cuenta Corriente (% PIB)	1.2	1.0
Crecimiento PIB EEUU (var. % anual)	1.9	1.5
Crecimiento PIB Eurozona (var. % anual)	2.1	1.6

Fuente: Informes Trimestrales Inflación, Banxico

Escenario Macro para 2008

	Banxico	BBVA, México
Crecimiento PIB México (var. % anual)	2.75 - 3.25	2.70
Inflación (prom. 4T08)	3.75 - 4.25%	3.91
Cuenta Corriente (% PIB)	1.0	1.1
Crecimiento PIB EEUU (var. % anual)	1.5	1.7

alimentos por granos que impactaron el 4T07 pudieran prolongarse a 2008. De hecho, el mercado de futuros para maíz, trigo y sorgo apuntan a una aceleración en sus precios para 2008 (alzas de 44.2, 59.1 y 56.8% respectivamente vs. alzas en 2007 de 27.7, 26.8, y 10.1%).

En lo que respecta a la **actividad económica interna**, Banxico destacó una moderación en el crecimiento trimestral al cierre de 2007 caracterizado por: (i) ritmo de la demanda interna similar al tercer trimestre; (ii) expansión en el consumo privado más bajo; (iii) mayor crecimiento de la inversión; y (iv) menor variación en la demanda externo. Entre los factores que afectaron esta dinámica destaca la moderación en la expansión real de la masa salarial, la estabilización de los flujos de remesas y la menor demanda automotriz en EEUU. De forma positiva se subraya la expansión del crédito se ha mantenido dinámica y las exportaciones fuera de EEUU han cobrado, paulatinamente, mayor importancia. En términos de la oferta agregada, las tendencias principales para el cuarto trimestre fueron de una expansión significativa de importaciones y en una expansión significativa en servicios. En suma estima un crecimiento del PIB para 2007 entre 3.2 y 3.3%.

Para Banxico, este perfil de crecimiento no implicó presiones sobre la capacidad de producción en el país; en particular, señala que dicha capacidad se ha ido “fortaleciendo gradualmente” lo que implica una ampliación y modernización del acervo de capital y que no se ha presentado problemas de escasez de mano de obra. Esto se manifiesta en una expansión de costos en la economía contenidos.

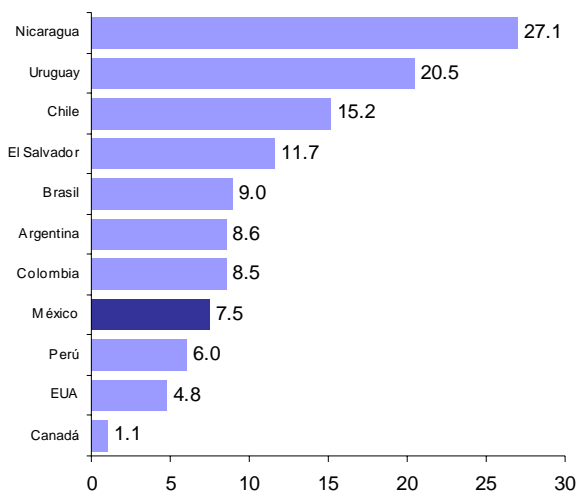
En lo que respecta a **precios**, Banxico confirma los mensajes de sus comunicados recientes al reiterar que las presiones inflacionarias han sido localizadas —cuyo origen es externo— y que no han alterado significativamente la trayectoria de otros precios en la economía, ni la formación de precios (expectativas de largo plazo y negociaciones contractuales). En particular destaca que durante el cuarto trimestre del año sobresalió el alza en precios subyacentes de alimentos procesados que repercutió en precios de algunos servicios relacionados (p.e. restaurantes), y servicios de temporada (p.e. transporte aéreo y paquetes). En la parte no subyacente, la dinámica inflacionaria fue favorable ante la contracción de productos agrícolas y el programa de congelamiento de algunos precios administrados al cierre del año (p.e. gasolina, gas natural, etc). Banxico es enfático en anunciar que las alzas en alimentos son globales y que los impactos en México fueron incluso menores a otras economías emergentes. Incluso expone que si se excluyeran alimentos del INPC, la inflación en 2007 se hubiera situado en 3.19% (vs. 3.76% de diciembre)

Hacia delante, en el Informe se mantiene el perfil de inflación (ver cuadro anexo) y estima que las alzas previsibles para el primer semestre de 2008 se atribuyen a las presiones en alimentos, potenciales alzas contenidas en transporte, posibilidad de incrementos por razones fiscales (IETU) y una baja base de comparación con respecto a precios a agropecuarios al año pasado. Entre los riesgos para la inflación, Banxico advierte de: (i) la posibilidad de nuevos choques (o prolongación de anteriores) en materias primas alimenticias en particular para leche; (ii) los elevados precios de energéticos; (iii) la magnitud de traspaso inflacionario del IETU; y (iv) la posible contaminación a expectativas y salarios en la economía.

INFLACION PROMEDIO ANUAL 2006-2007

	2006	2007	Cambio 2007 -2006
INPC	3.63	3.97	0.34
Subyacente	3.50	3.99	0.50
Mercancías	2.81	4.16	1.35
Alimentos	3.91	6.69	2.78
Otras Merc.	2.00	2.28	0.27
Servicios	4.13	3.84	-0.29
Vivienda	3.51	3.23	-0.29
Educación	6.20	5.65	-0.54
Otros Serv.	4.04	3.82	-0.22
No Suby.	4.00	3.90	-0.10
Agropecuarios	3.23	5.70	2.48
Agrícolas	7.72	4.51	-3.22
Pecuarios	0.40	6.51	6.11
Públicos	4.38	3.03	-1.35
Administrados	7.29	3.67	-3.62
Concertados	1.60	2.39	0.78

Inflación anual de alimentos en 2007



Fuente: BBVA Bancomer con datos Banxico y Bloomberg

Consideraciones sobre política monetaria

De acuerdo al informe del Banxico, el entorno económico para la política monetaria es complejo. En nuestra opinión, el balance de riesgos económicos se ha deteriorado al percibirse una mayor probabilidad de enfrentar condiciones menos benignas para la actividad económica, y al mismo tiempo los riesgos sobre la inflación no se han diluido considerablemente.

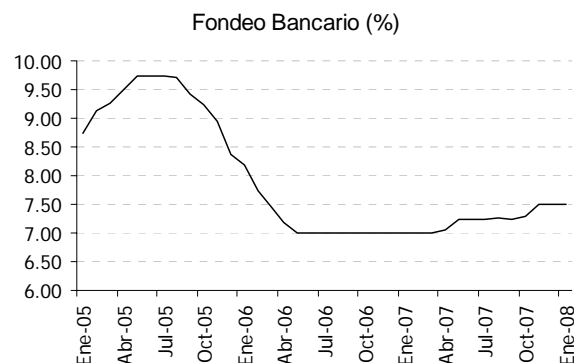
Se debe subrayar, que a diferencia de lo ocurrido en la economía de EEUU y otros países desarrollados, el funcionamiento del sistema financiero mexicano, si bien no inmune, no presenta signos de astringencia que pudieran trasladarse al sector real. Es decir, el sistema financiero no será en esta ocasión un detonante más del contexto de moderación económica esperado para este 2008. Igualmente, los fundamentales macroeconómicos no deberán presentar un riesgo adicional a la desaceleración del ciclo económico en México. Así, el deterioro del panorama económico está directamente relacionado a la desaceleración de la economía de EEUU, y el grado con el que se trasladará a la demanda interna sigue siendo incierto.

Debemos señalar que para las autoridades monetarias, la probabilidad de que EEUU entre en recesión ha aumentado, por lo cual los riesgos sobre la actividad económica apuntan a la baja en México: si bien no hay duda que habrá un efecto adverso sobre nuestra economía, la incertidumbre se concentra en la magnitud de la desaceleración en EEUU.

El informe es muy claro en cuanto al origen de las presiones inflacionarias en México, y que escapan de los alcances de política monetaria. Durante 2006 y 2007 no se han presentado presiones provenientes de la demanda agregada, y hasta el momento los choques de oferta no han alterado el proceso de formación de otros precios ni expectativas.

La inflación anual reportada en el último trimestre de 2007, y la registrada en la primera quincena de este año, están en línea con el rango esperado por las autoridades monetarias. En este informe, Banxico mantiene sus pronósticos de inflación para 2008 y 2009, los cuales no prevén una convergencia de ésta hacia la meta de 3.0% hasta la segunda mitad de 2009. Si bien Banxico considera que la inflación anual continuará elevada en la primera parte del año, ven probable que la tendencia descendente de la inflación subyacente podría ser más pronunciada que la general. A pesar de ello, se mantienen cautos y reiteran que los riesgos inflacionarios (arriba mencionados) siguen siendo importantes.

Llama la atención el señalamiento que hace el Banxico con relación a los efectos de la política monetaria. No sólo se recuerda que la instrumentación monetaria tiene rezagos durante en el proceso de transmisión, también destaca que en un esquema de objetivos de inflación, las autoridades monetaria tienden a restringir su política monetaria cuando las presiones inflacionarias provienen de la demanda agregada. Por otro lado, cuando las presiones tienen su origen por el lado de la oferta, éstas representan normalmente cambios en los precios relativos, con efectos temporales en la inflación, y en donde los Bancos Centrales no tienen una ingerencia directa a través de sus acciones, por lo que se recomienda no contrarrestar dichos



Proyección de Inflación General Banxico

Trimestre	Proyección Actual
2007-IV	3.81*
2008-I	3.75-4.25
2008-II	4.00-4.50
2008-III	4.00-4.50
2008-IV	3.75-4.25
2009-I	3.50-4.00
2009-II	3.50-4.00
2009-III	3.00-3.50
2009-IV	3.00-3.50

* Dato observado

Promedio 2008	4.13
Promedio 2009	3.50

choques. La acción monetaria es necesaria si estos choques de oferta alteran la formación de precios y expectativas.

En el contexto actual del balance de riesgos inflacionarios, el mensaje de Banxico nos parece bastante directo: no se perciben presiones generalizadas en la inflación, lo cual refleja (junto a indicadores de la capacidad disponible de producción con relación al dinamismo de la actividad económica) que la demanda agregada no está tendiendo una incidencia importante en la reciente dinámica de los precios. De esta manera, en un entorno en donde la actividad económica se moderará, no habría espacio para restringir las condiciones monetarias, y sí podrían presentarse sorpresas positivas en la inflación, asociadas a las menores presiones de demanda en la segunda parte del año y a un menor traspaso del IETU a precios finales, que justificarían un relajamiento monetario. Esta estrategia no estaría en conflicto con el esquema de objetivos de inflación, toda vez que el escenario apoya la convergencia de la inflación hacia la meta de 3.0% en 2009.

Valoración

No hay duda que el factor dominante en este momento es el aumento de la probabilidad asociado al escenario de riesgo de una recesión en EEUU; lo cual, en nuestra opinión, cambia el balance de riesgos de inflación dado que, bajo ese escenario, la economía mexicana se enfrentaría a choques negativos de demanda. Estos choques impondrían un sesgo a la baja en el crecimiento y, de hecho, aumentan sustancialmente la probabilidad de cumplimiento de la meta en 2009, lo que abre la puerta a bajadas en la tasa de fondeo por motivos de precaución. Lo anterior confirma nuestra perspectiva de que se presentan las condiciones para iniciar un ciclo de relajamiento monetario en los próximos meses.

El momento de la bajada dependerá del grado de deterioro en las perspectivas de EEUU y de si Banxico implementa una acción preventiva. Dado que el rezago con el que influye la política monetaria es muy superior al rezago de contagio de la desaceleración de EEUU a la economía mexicana, bien podría optar por retirar en los próximos meses las dos subidas preventivas de 2007. La primera bajada podría ocurrir ya en este 1T08, pero la incertidumbre dominante en este momento pudiera justificar unos meses más de pausa monetaria.

Perfil de Inflación Banxico vs. BBVA México (Var. % anual, prom)

